

De overeenkomst tot het verlenen van beleggingsadvies

Een gereguleerde contractuele verhouding

Mr. B. Bierens *

1 Inleiding

De Boeken 3, 6 en 7 van het Burgerlijk Wetboek (BW) bevatten de hoofdregels van het Nederlandse verbintenissenrecht. Buiten het BW zijn echter ook diverse regels te vinden die in contractuele verhoudingen van belang kunnen zijn. Dat geldt in het bijzonder voor overeenkomsten met financiële dienstverleners. Partijen die financiële diensten aanbieden aan consumenten zijn vrijwel zonder uitzondering onderworpen aan publiekrechtelijke gedragsregels. Deze gedragsregels zijn te vinden in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het daarop gebaseerde Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo Wft). Een deel van deze gedragsregels is niet van nationale oorsprong, maar implementeert Europese richtlijnen ter regulering van financiële markten en diensten. De contractuele verhouding tussen een financiële instelling en haar cliënt heeft daarmee een hybride karakter verkregen: verbintenissenrechtelijk van aard, maar nader ingevuld door het financiële toezichtsrecht waaraan een van de contractspartijen is onderworpen. Met andere woorden: het is een gereguleerde contractuele verhouding. Praktijkjuristen met een overwegend privaatrechtelijke achtergrond zullen niet altijd het toezichtsrechtelijk kader van deze contractuele verhouding scherp op het netvlies hebben. Dat rechtvaardigt om in dit tijdschrift daar aandacht aan te besteden. Aan de hand van de overeenkomst tot het verlenen van beleggingsadvies worden hierna enkele aspecten belicht van een bijzondere rechtsverhouding op het snijvlak van privaatrecht en financieel publiekrecht.¹

2 Beleggingsadvies

Er zijn vele redenen om te gaan beleggen. Voor de een is het min of meer een noodzakelijk kwaad om vermogen op te bouwen voor de aflossing van een hypotheekschuld, toekomstige studiekosten van kinderen of een pensioen. Voor de ander is het een ware liefhebberij om dagelijks de beurskoersen te volgen en ernaar te streven de beursindex te verslaan. Binnen de beleggingsdienstverlening kunnen drie typen diensten worden onderscheiden. Bij *execution only* bepaalt de klant zelf zijn aan- en verkooptransacties. Hij is daarmee ook zelf verantwoordelijk voor de samenstelling van zijn portefeuille. Aan de andere kant van het spectrum staat het vermogensbeheer. In dat geval is het de financiële instelling die op basis van een volmacht de beleggingsportefeuille samenstelt en beheert ten behoeve van de belegger. Beleggingsadvies, het derde type dienst, houdt het midden tussen *execution only* en vermogensbeheer. De financiële onderneming adviseert over de samenstelling van de portefeuille in het licht van het doel en de risico's die voor de belegger aanvaardbaar zijn, maar het is de belegger die uiteindelijk beslist over koop- en verkooptransacties.²

2.1 Beleggingsdiensten

Voor het verlenen van beleggingsdiensten, zoals beleggingsadvies, is een vergunning vereist.³ In de praktijk zijn het vooral banken en gespecialiseerde effectenbemiddelaars (hierna in de terminologie van de Wft aangeduid als 'beleggingsonderneming') die deze diensten aanbieden. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) verstrekt vergunningen en is, nadat de vergunning is verleend, belast met het doorlopend toezicht op Nederlandse beleggingsondernemingen. De vergunningvereisten, alsmede het grootste deel van de regels waaraan een vergunninghoudende beleggingsonderneming is onderworpen, zijn te vinden in de Wft en het BGfo Wft. De regels voor beleggingsdienstverlening zijn niet van Nederlandse origine, maar dienen ter implementatie van de Europese *Markets in*

* Mr. B. Bierens is jurist bij Rabobank Nederland en als fellow verbonden aan het Instituut voor Financieel Recht (IFR), onderdeel van het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht (OO&R) van de Radboud Universiteit Nijmegen.

1. Zie voor de invloed van het Europees recht op het vermogensrecht Asser/Hartkamp 3-I*, Deventer: Kluwer 2008. De vraag of gedragsregels tussen private partijen al dan niet vanzelfsprekend tot het privaatrecht behoren, blijft hier buiten beschouwing, waarover A.H. Scheltema & M. Scheltema, Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht (Preadvis voor de Vereniging voor Effectenrecht 2009), Deventer: Kluwer 2009, p. 82-84. Voor een vergelijking van Europees, Duits, Nederlands en Engels recht met betrekking tot beleggingsadvies, zie O.O. Cherednychenko, Fundamental Rights, Contract Law and the Protection of the Weaker Party (diss. Utrecht), München: Sellier 2007, p. 459-536. Zie voor een recent overzicht van het Nederlands financieel recht C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012.

2. Over de kenmerken van *execution only*, advies en vermogensbeheer, met verdere verwijzingen, S.B. van Baalen, Effectenbemiddeling, in: S.E. Bartels (red.), Effecten en vermogensrecht (Serie Onderneming en Recht, deel 63), Deventer: Kluwer 2011, p. 10-17. Zie ook A-G Verkade in zijn conclusie voor HR 14 juli 2006, LJN AX3202 (N.N./ING), onder 4.3.

3. Art. 2:96 lid 1 Wft.

Financial Instruments Directive (de MiFID).⁴ Er is al veel over de MiFID gezegd en geschreven en ik beperk mij hier tot twee opmerkingen. In de eerste plaats bevat de MiFID een groot aantal regels die tot doel hebben beleggers te beschermen. Het zijn met name deze gedragsregels, zoals later in deze bijdrage nog nader te bespreken, die doorwerken in de contractuele relatie met de belegger. Ten tweede wordt algemeen aanvaard dat de MiFID een maximumharmonisatie beoogt te bewerkstelligen.⁵ Dat betekent dat het lidstaten niet vrijstaat om binnen het domein van de beleggingsdienstverlening nationale regels te formuleren die afwijken van het bepaalde in de MiFID. Dat leidt weer tot de vraag of, en zo ja, in welke mate er nog ruimte is om op grond van het privaatrecht verplichtingen te aanvaarden die verder gaan dan de Europese wetgever in de MiFID heeft voorzien. Ook daar kom ik later nog op terug.

2.2 Beleggingsadvies

Op grond van de MiFID is een beleggingsadvies een gepersonaliseerde aanbeveling met betrekking tot een financieel instrument.⁶ Het element 'gepersonaliseerd' duidt erop dat, alvorens een advies wordt uitgebracht, de specifieke omstandigheden van de geadresseerde door de adviseur zijn overwogen en betrokken in het advies. Het onderscheidt zich daarmee van bijvoorbeeld reclamemateriaal, dat ook een aanbeveling inhoudt maar is geadresseerd aan een groep.⁷ Het element 'financieel instrument' is door de wetgever ruim gedefinieerd en betreft niet alleen aandelen, obligaties en deelnemingsrechten in beleggingsfondsen, maar ook opties en optiecontracten die buiten de beurs worden gesloten.⁸ In de praktijk, met name bij de dienstverlening aan professionele marktpartijen, kan dat leiden tot kwalificatieperikelen en onduidelijkheden over de vraag of sprake is van een beleggingsadvies. Het adviseren bij een transactie waarin een vennootschap een aandelenbelang verwerft in een andere vennootschap zou naar de letter kunnen worden geduid als een beleggingsadvies. Naar ik zou

willen aannemen, heeft het verwerven van een strategisch belang eerder met ondernemen dan met beleggen te maken en valt daarom buiten de reikwijdte van de MiFID.⁹ Een bespreking van de exacte reikwijdte van het begrip beleggingsadvies, dat onmiskenbaar rafelige randjes heeft, voert hier te ver. Ik ga uit van een financiële dienst aan niet-professionele beleggers waarbij het voor alle betrokkenen buiten twijfel staat dat er daadwerkelijk een beleggingsadvies wordt verleend.

2.3 Overeenkomst tot het verlenen van beleggingsadvies

Op grond van art. 4:89 lid 2 Wft dient een beleggingsonderneming met iedere cliënt een overeenkomst te sluiten. Deze cliëntovereenkomst vormt de uitsluitende grondslag voor de beleggingsdiensten die de beleggingsonderneming aan de cliënt verleent en bevat in ieder geval de wederzijdse rechten en plichten van de cliënt en de beleggingsonderneming. Privaatrechtelijk gezien kan de overeenkomst tot het verlenen van beleggingsadvies worden geduid als een overeenkomst van opdracht in de zin van art. 7:400 BW. In het gros van de gevallen zal de instelling die bij monde van haar adviseur een advies verleent ook zorgen voor de doorgifte van een order naar de beurs of het handelsplatform. Bij de doorgifte van orders treedt de beleggingsonderneming op als lasthebber in de zin van art. 7:414 BW. Met het doorgeven van een order verricht de beleggingsonderneming een rechtshandeling ten behoeve van de belegger. Advisering als zodanig, dus voorafgaand aan de inleg en verwerking van de order, behelst echter geen lastgeving.¹⁰

De overeenkomst tot het verlenen van beleggingsadvies komt volgens de hoofdregels van het contractenrecht tot stand door middel van aanbod en aanvaarding. Binnen de context van gereuleerde beleggingsdiensten is het van belang dat er voorafgaand aan de totstandkoming van de overeenkomst diverse precontractuele verplichtingen worden vervuld. Op de cliëntovereenkomst zullen doorgaans algemene voorwaarden van toepassing zijn, zoals de Algemene Bankvoorwaarden 2009 en gestandaardiseerde productvoorwaarden. De voorwaarden voor gereuleerde financiële diensten vormen de weerslag van algemene privaatrechtelijke leerstukken en publiekrechtelijke gedragsregels waaraan de beleggingsonderneming is onderworpen. Wat betreft de publiekrechtelijke gedragsregels bevat art. 168 BGf Wft de onderwerpen die door de beleggingsonderneming ten minste in de overeenkomst moeten zijn geregeld, zoals het benoemen van de te verlenen diensten, de kosten, de wijze van communicatie met de cliënt, de regeling van de aansprakelijkheid en het toepasselijke recht. Voor wat betreft het privaatrecht is het uiteraard van

4. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, PbEU 2004, L 145, p. 1-44. De MiFID is uitgewerkt in Verordening (EG) nr. 1287/2006, PbEU 2006, L 241, p. 1-25 en Richtlijn 2006/73/EG, PbEU 2006, L 241, p. 26-58 (MiFID-Uitvoeringsrichtlijn). Over de totstandkoming van deze richtlijnen C.M. Grundmann-van de Krol, Europese invloed: de MiFID, in: D. Busch & C.M. Grundmann-van de Krol (red.), Handboek beleggingsondernemingen (Serie Onderneming en Recht, deel 51), Deventer: Kluwer 2009, p. 27-152. De MiFID wordt thans herzien, waarover C.M. Grundmann-van de Krol, Voorstel MiFID II en MiFIR: grotere reikwijdte, meer regels, veel werk voor ESMA en minder lidstaatopties, Ondernemingsrecht 2011, p. 581-589.

5. Grundmann-van de Krol 2009, p. 53-56.

6. Art. 4 lid 1 MiFID jo. art. 52 MiFID-Uitvoeringsrichtlijn. Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 63, definieert in een algemene privaatrechtelijke context een advies als een 'beredeneerde aanbeveling voor een zekere handelswijze'. In gelijke zin: J.M. Barendrecht & E.J.A.M. van den Akker, Informatieplichten van dienstverleners, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1999, p. 131.

7. De scheidslijn is niet altijd duidelijk, zoals blijkt uit de uitspraak van de Geschillencommissie Financiële Dienstverlening, 17 november 2011, nr. 2011-326, te raadplegen via <www.kifid.nl>, waarin een mailing over een beleggingsproduct werd aangemerkt als een advies.

8. MiFID, Bijlage 1 onder C en art. 1:1 Wft onder de definitie van 'financieel instrument'.

9. Vgl. de voorbeelden genoemd in CESR, Understanding the Definition of Advice under MiFID, Questions & Answers, 19 april 2010 (CESR/10-293) en CESR, Understanding the Definition of Advice under MiFID, Feedback Statement, 19 april 2010 (CESR/10-294). Zie ook Grundmann-van de Krol 2012, p. 116-118.

10. Zie over de 'basisrelatie' tussen de effectenbemiddelaar en zijn klant, alsmede de vermogensrechtelijke kwalificatie daarvan Van Baalen 2011, p. 7. Zie ook L.D. van Setten, De commissionair in effecten (Serie Recht en Praktijk, deel 109), Deventer: Kluwer 1998, p. 24 e.v.

belang dat de productvoorwaarden de toets van art. 6:236 (zwarte lijst) en 6:237 BW (grijze lijst) kunnen doorstaan.

3 Precontractuele verplichtingen

Lang geleden heeft de Hoge Raad al uitgemaakt dat ‘partijen, door in onderhandeling te treden over het sluiten van een overeenkomst, tot elkaar komen te staan in een bijzondere, door de goede trouw beheerste, rechtsverhouding, medebrennende dat zij hun gedrag mede moeten laten bepalen door de gerechtvaardigde belangen van de wederpartij’.¹¹ In een privaatrechtelijke context zijn precontractuele verhoudingen onder meer van belang bij geschonden informatieplichten. De fase die voorafgaat aan het sluiten van een overeenkomst tot het verlenen van beleggingsadvies staat in het teken van dergelijke informatie- en onderzoeksplichten. De aspirant-belegger dient zich een beeld te vormen van de dienst die hij mogelijk gaat afnemen en de financiële instrumenten die hij kan verwerven. De beleggingsonderneming (in de persoon van de beleggingsadviseur) zal zich in deze fase verdiepen in de doelstellingen en risicobereidheid van de aspirant-belegger.¹²

3.1 Informatieplichten

Op grond van art. 4:19 lid 2 Wft geldt voor alle informatie die een beleggingsonderneming verstrekt dat deze correct, duidelijk en niet misleidend is.¹³ Art. 51a BGfo Wft geeft een nadere invulling en verlangt, onder meer, dat de informatie accuraat (bij het vermelden van mogelijke voordelen wordt ook gewezen op de mogelijke risico's) en begrijpelijk is voor het gemiddelde lid van de doelgroep. Vervolgens valt de precontractuele informatie uiteen in onverplichte en verplichte informatie. De eerste categorie omvat mede reclame-uitingen. In het bijzonder de wijze waarop (behaalde) rendementen worden gepresenteerd, is aan voorschriften onderworpen. Binnen het kader van deze bijdrage zijn vooral de vereisten voor verplichte precontractuele informatie van belang. Deze vereisten zijn opgenomen in art. 4:20 Wft en uitgewerkt in art. 58a-58f BGfo Wft. Het betreft een waaier aan gegevens, variërend van de naam en het adres van de beleggingsonderneming en de wijze waarop financiële instrumenten worden bewaard en gescheiden van andere vermogensbestanddelen tot een ‘algemene beschrijving van de aard en risico's van financiële instrumenten die gedetailleerd genoeg is om de niet-professionele belegger in staat te stellen een beleggingsbeslissing te nemen’.¹⁴ Deze precontractuele informatie staat in direct verband met de contractuele relatie tussen cliënt en beleggingsonderneming. Tenzij de aspirant-belegger zich bedenkt en besluit af te

zien van de beleggingsdienst, verklaart hij in de overeenkomst die hij met de beleggingsonderneming aangaat dat hij kennis heeft genomen van de informatie die de beleggingsonderneming aan hem dient te verstrekken en dat hij zich bewust is van de risico's die aan de belegging zijn verbonden.¹⁵

3.2 Onderzoeksplichten: ‘ken-uw-cliënt’

Art. 4:23 lid 1 Wft bevat het ‘ken-uw-cliënt’-beginsel, dat kan worden gekenschetst als het hart van de precontractuele onderzoeksplicht van de beleggingsonderneming.¹⁶ Het ‘ken-uw-cliënt’-beginsel houdt in dat de beleggingsonderneming verplicht is om in het belang van de aspirant-belegger informatie in te winnen over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstelling en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor haar advies. Op basis van deze informatie dient de beleggingsonderneming vast te kunnen stellen dat de transactie waarop haar advies betrekking heeft, voldoet aan de beleggingsdoelstellingen van de cliënt, de cliënt de beleggingsrisico's begrijpt en bovendien in staat is de mogelijke financiële gevolgen van deze risico's te dragen. Ook dient de in te winnen informatie gegevens te bevatten over de duur van de periode waarin de cliënt de beleggingen wenst aan te houden (‘beleggingshorizon’), zijn risicobereidheid en beleggingsdoelstellingen en zijn inkomens- en vermogenspositie.¹⁷ De Wft bevat geen voorschriften over de wijze waarop het onderzoek moet worden uitgevoerd. In de praktijk gebeurt dat aan de hand van gestandaardiseerde vragenlijsten.¹⁸ Op basis van de antwoorden van de aspirant-belegger wordt zijn risicoprofiel vastgesteld. Daarmee wordt hij gerubriceerd in een van de beleggingsprofielen die de beleggingsonderneming hanteert. De naam van deze risicoprofielen is niet wettelijk bepaald en verschilt dus per beleggingsonderneming. Het komt neer op de profielen defensief, neutraal, offensief of speculatief. Aan elk profiel verbindt de beleggingsonderneming een risico-rendementverhouding. Dat vertaalt zich in verschillende samenstellingen van de beleggingsportefeuille, de zogenoemde *asset allocation*.

11. HR 15 november 1957, NJ 1958, 67 (Baris/Riezenkamp).

12. Deze fase wordt uitvoerig besproken in de Leidraad van de AFM, Klant in beeld. Aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer, november 2011, in het bijzonder p. 24 e.v., te raadplegen via <www.afm.nl>. De effectiviteit van deze fase wordt beïnvloed door de vaardigheden van de individuele adviseur. Indien een beleggingsadviseur voldoet aan bepaalde vereisten met betrekking tot deskundigheid, integriteit en werkervaring, kan hij zich laten registreren bij het DSI. Het DSI-register is te raadplegen via <www.dsi.nl>.

13. Zie meer uitvoerig F.R.H. van der Leeuw & M. Ris, Informatieverstrekking, in: Busch & Grundmann-van de Krol 2009, p. 605-650.

14. Art. 58c lid 1 BGfo Wft.

15. Art. 168 lid 1 sub h BGfo Wft. Het is overigens nog maar de vraag of al deze informatie ook effectief leidt tot gedragsbeïnvloeding. Veel reden tot optimisme lijkt er niet te zijn: F.M.A. 't Hart & C.E. du Perron, De geïnformeerde consument (Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2006), Deventer: Kluwer 2006, p. 103 e.v.

16. Zie meer uitvoerig R.P. Raas, Beleggingsondernemingen, ken uw cliënt!, in: Busch & Grundmann-van de Krol 2009, p. 651-677.

17. Art. 80a BGfo Wft. Zie ook art. 80c BGfo Wft: de informatie over de kennis en ervaring van de cliënt is wat hoeveelheid betreft evenredig aan het soort cliënt, de aard en de omvang van de beleggingsdienst en het beoogde soort financiële instrument, de complexiteit ervan en de daarmee samenhangende risico's en bevat gegevens over de diensten waarmee de cliënt vertrouwd is, eerdere transactiefrequentie en opleiding en beroep van de cliënt.

18. A.J.C.C.M. Loonen, Het ‘Ken-Uw-Cliënt’-beginsel binnen de effectendienstverlening. Een juridische versus een economische-psychologische benadering, in: W.H. van Boom, I. Giesen & A.J. Verheij (red.), Gedrag en privaatrecht. Over gedragspresumpties en gedragseffecten bij privaatrechtelijke leerstukken, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, p. 375.

3.3 Cliëntclassificatie

Art. 4:18a Wft verplicht een beleggingsonderneming haar cliënten in te delen in een van de drie in de wet genoemde categorieën: niet-professionele beleggers, professionele beleggers en 'in aanmerking komende tegenpartijen'. De verplichting om cliënten in een van deze drie categorieën onder te brengen wordt ook wel aangeduid als cliëntclassificatie.¹⁹ Vervolgens bepaalt art. 4:18b lid 1 Wft dat een aantal verplichtingen, die ik hier korthedshalve aanduid als zorgplichten, niet van toepassing is op dienstverlening aan professionele beleggers en 'in aanmerking komende tegenpartijen'. Cliëntclassificatie gaat over de zorgplichten die de beleggingsonderneming moet naleven; de indeling in risicoprofielen betreft de samenstelling van de beleggingsportefeuille van de belegger. Er zijn twee redenen om hier stil te staan bij cliëntclassificatie. In de eerste plaats voorziet de Wft in de mogelijkheid dat niet-professionele cliënten die voldoen aan vermogens- en ervaringsvereisten zich laten classificeren als professionele cliënt. Deze beleggers doen daarmee vrijwillig afstand van hun wettelijk toekomstende niveau van zorgplichten. Dit wordt ook wel aangeduid als een *opt-up*. Om dat te bewerkstelligen dient in een overeenkomst tussen de beleggingsonderneming en de niet-professionele belegger te worden gespecificeerd voor welke beleggingsdiensten de *opt-up* van toepassing is.²⁰ Binnen bepaalde bandbreedtes bestaat dus de mogelijkheid om langs een privaatrechtelijke weg het publiekrechtelijke zorgplichtregime vorm te geven.²¹

In de tweede plaats is het ook instructief om te lezen welke verplichtingen naar het oordeel van de wetgever niet langs contractuele weg buiten spel gezet kunnen worden. De Wft voorziet namelijk *niet* in de mogelijkheid om ook het 'ken-uw-cliënt'-beginsel geheel buiten toepassing te laten bij beleggingsadvies. Wel mag de beleggingsonderneming ervan uitgaan dat de professionele belegger de met zijn beleggingsdoelstelling samenhangende beleggingsrisico's financieel kan dragen, over voldoende kennis en ervaring beschikt en kan begrijpen welke risico's aan een transactie zijn verbonden.²² Dat de onderzoeksplicht niet geheel buiten toepassing blijft, is indicatief voor het rechtskarakter van het 'ken-uw-cliënt'-beginsel. Het gaat hier om een plicht die onlosmakelijk is verbonden met het karakter van de adviesrelatie. Het verlenen van advies zonder onderzoek te doen naar de behoeften en wensen van de cliënt is, in privaatrechtelijke termen geduid, in strijd met de zorg die een opdrachtnemer bij zijn werkzaamheden in acht moet nemen.²³

4 Contractuele verplichtingen

Na de voorgaande verkenning van precontractuele verplichtingen komen hierna diverse contractuele verplichtingen aan de orde. De kenmerkende prestatie wordt gevormd door het te verlenen advies. Dat leidt tot de vraag wanneer er een juist advies is verleend. Ook legt de wet enkele verplichtingen op tijdens de looptijd van de overeenkomst en stelt zij grenzen aan provisies.

4.1 Het verlenen van een juist advies

Het antwoord op de vraag wanneer een adviseur een juist beleggingsadvies geeft, is niet eenduidig. Beleggen impliceert risico's en het enkele feit dat een geadviseerde belegging achteraf slechts een beperkt rendement of zelfs verlies heeft opgeleverd, maakt het advies als zodanig nog niet onjuist. Ook een professioneel adviseur kan immers marktontwikkelingen niet voorzien. In de jurisprudentie wordt als norm gehanteerd dat het beleggingsadvies verstrekt dient te kunnen worden door een redelijk bekwaam en redelijk handelend adviseur.²⁴ Dit uitgangspunt kan vanuit meerdere invalshoeken worden ingevuld. In de eerste plaats dient de adviseur op grond van art. 4:23 lid 1 onder b Wft ervoor zorg te dragen dat zijn advies, voor zover redelijkerwijs mogelijk, mede is gebaseerd op de informatie die hij heeft verkregen in het kader van het 'ken-uw-cliënt'-onderzoek. Dat betekent dat de samenstelling van de geadviseerde portefeuille dient aan te sluiten bij het profiel van de belegger met betrekking tot zijn risicobereidheid, verwachtingen over het te behalen rendement, beleggingsdoelstelling en beleggingshorizon. In de tweede plaats wordt aangenomen dat de adviseur moet streven naar voldoende spreiding van de portefeuille ('diversificatie'), zowel naar type beleggingen, sectoren en regio's als naar individuele fondsen.²⁵ De plicht tot diversificatie vloeit overigens niet rechtstreeks voort uit het financieel publiekrecht. De MiFID bevat geen voorschriften voor de wijze waarop diversificatie van beleggingsportefeuilles dient plaats te vinden c.q. welke diversificatie behoort bij een bepaald risicoprofiel. In de derde plaats wordt aangenomen dat sprake moet zijn van een beleggingsanalytische onderbouwing van het advies. Dat kan door de visie van analisten te volgen (kopen, verkopen of houden) of door een gemotiveerde verklaring waarom in het concrete geval juist een andere koers wordt gevaren.²⁶

4.2 Enkele doorlopende verplichtingen

Op grond van het financieel publiekrecht rust op de beleggingsonderneming een aantal doorlopende verplichtingen.

19. Zie meer uitvoerig L.J. Silverentand, Cliëntenclassificatie, in: Busch & Grundmann-van de Krol 2009, p. 587-603.

20. Art. 4:18c lid 3 Wft jo. art. 49b BGfo Wft.

21. Contractsbedingen die resulteren in een lager niveau van bescherming dan waarop de belegger aanspraak kan maken op basis van de MiFID zullen geen effect sorteren, tenzij dat uitdrukkelijk is voorzien binnen de systematiek van de MiFID, zoals bij cliëntclassificatie. Zie D. Busch, Het 'civiel effect' van MiFID: Europese invloed van aansprakelijkheid van vermogensbeheerders, *Ondernemingsrecht* 2012/12, p. 72-73.

22. Art. 80a lid 4 en 5 BGfo Wft.

23. Art. 7:401 BW; Barendrecht & Van den Akker 1999, p. 142-143.

24. Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV* 2009, nr. 200; M. van Luyn & C.E. du Perron, Effecten van de zorgplicht, Deventer: Kluwer 2004, p. 182. De uitspraken van de Geschillencommissie KiFiD, onder meer over geschillen met betrekking tot adviesverlening, zijn te raadplegen via <www.kifid.nl>. In deze uitspraken wordt standaard het criterium van een redelijk bekwaam en redelijk handelend adviseur gehanteerd; zie als willekeurig voorbeeld Geschillencommissie Financiële Dienstverlening, 30 januari 2012, nr. 2012-32, onder 4.2.

25. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 189. Een voorbeeld van aansprakelijkheid wegens onvoldoende spreiding: Geschillencommissie Financiële Dienstverlening, 30 januari 2012, nr. 2012-31.

26. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 209-210.

Gedurende de looptijd van de overeenkomst moet de belegger tijdig worden geïnformeerd over wezenlijke wijzigingen in de eerder verstrekte precontractuele informatie.²⁷ Ook verstrekt de beleggingsonderneming informatie met betrekking tot uitgevoerde orders en ten minste eenmaal per jaar een overzicht van de financiële instrumenten en gelden.²⁸ In de praktijk blijkt dat er zich na verloop van tijd wijzigingen voordoen in de persoonlijke situatie van de belegger. Met name *life events*, zoals huwelijk, echtscheiding, geboorte en overlijden, kunnen met zich brengen dat de omvang van het belegbaar vermogen, de beleggingsdoelstelling of beleggingshorizon aan wijzigingen onderhevig is. Het is uiteraard van belang dat deze wijzigingen worden betrokken in het advies. Het is primair de verantwoordelijkheid van de belegger om *life events* en andere relevante gebeurtenissen te delen met zijn beleggingsadviseur. Ook is het niet uitgesloten dat de productvoorwaarden de belegger zelfs contractueel verplichten daarvan melding te maken. Toch blijft er hier ook een restverplichting over voor de adviseur. Op basis van art. 80c lid 3 BGfo Wft mag hij erop vertrouwen dat door de cliënt verstrekte informatie in het kader van het vaststellen van het doelrisicoprofiel juist is *tenzij* de adviseur weet of zou moeten weten dat deze informatie gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is. Door tijdsverloop kan er voor de adviseur dus een onderzoeksplicht ontstaan naar de juistheid van de, alsdan wellicht gedateerde, informatie.

4.3 Provisies

Art. 7:405 lid 1 BW bepaalt dat de opdrachtgever loon is verschuldigd aan de opdrachtnemer indien de overeenkomst is aangegaan in de uitoefening van zijn beroep of bedrijf. Bij beleggingsadvies (en thans ook bij andere vormen van financiële dienstverlening) gelden bijzondere vereisten ten aanzien van de wijze waarop de adviseur zijn beloning ontvangt. Er is in het verleden een praktijk ontstaan waarbij de vergoeding voor de adviseur niet apart bij de opdrachtgever in rekening werd gebracht. De vergoeding lag besloten in het product of de adviseur ontving van derden, doorgaans de aanbieder van het financiële product, een vergoeding. Daarmee ontstond het gevaar van tegenstrijdige belangen van de adviseur die voor de belegger niet kenbaar waren. Provisies die door anderen dan de belegger worden vergoed, zijn aan strikte vereisten onderworpen en zullen op termijn voor veel financiële diensten zelfs geheel worden verboden. Voor wat betreft beleggingsdiensten zoals beleggingsadvies stelt art. 168a BGfo Wft thans als hoofdregel dat een beleggingsonderneming geen provisie mag verschaffen of ontvangen die niet noodzakelijk is voor het verlenen van de betreffende dienst of de dienst mogelijk maakt. In de categorie provisie die noodzakelijk is, vallen onder meer bewaarloon, afwikkelings- en beursvergoedingen, wettelijke heffingen en juridische kosten. Provisies betaald door of aan een derde zijn toegestaan indien de belegger op uitvoerige, accurate en begrijpelijke wijze daarover wordt geïnformeerd en de provisie ten goede komt aan de kwaliteit van de dienst

en geen afbreuk doet aan de verplichting om zich in te zetten voor de belangen van de belegger.²⁹

5 Aansprakelijkheid

Een belangrijk verschil tussen publiek- en privaatrechtelijke normen is de wijze waarop handhaving van de betreffende norm plaatsvindt. Zoals al kort benoemd, heeft de AFM tot taak het gedragstoezicht op de financiële markten uit te oefenen en te beslissen omtrent de toelating van financiële ondernemingen tot die markten.³⁰ Indien de AFM constateert dat een beleggingsonderneming bij de uitoefening van haar werkzaamheden gedragsregels niet naleeft, staat de AFM een uitgebreid wettelijk handavingsinstrumentarium ter beschikking, variërend van het geven van een aanwijzing tot het opleggen van een last onder dwangsom of zelfs een bestuurlijke boete. Deze vorm van handhaving blijft hier buiten beschouwing.³¹ De naleving van contractuele afspraken kan daarentegen alleen door contractspartijen bij de civiele rechter of door middel van buitengerechtelijke geschilbeslechting, zoals door de Geschillencommissie van het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (KiFiD), worden afgedwongen. Hierna ga ik in op de vraag op welke gronden een belegger die meent schade te hebben geleden door een onjuist beleggingsadvies, deze schade kan verhalen op zijn adviseur en op welke wijze het publiekrechtelijk kader daarbij de privaatrechtelijke handhaving beïnvloedt.

5.1 Dwaling

Gezien het belang van (pre)contractuele informatieplichten bij de oordeelsvorming door de belegger, ligt het voor de hand om bij gebreken in deze informatievoorziening een beroep te doen op dwaling. Sinds de effectenlease-arresten lijkt echter de kans van slagen in de context van beleggingsadvies betrekkelijk klein.³² Een verklaring voor het feit dat de Hoge Raad niet bereid was een beroep op dwaling te honoreren, is de mogelijke samenhang met het gevolg dat art. 6:228 lid 1 BW daaraan verbindt. De overeenkomst is dan vernietigbaar en verrichte prestaties moeten ongedaan worden gemaakt. Deze 'alles of niets'-benadering past niet goed bij geschillen rond beleggingsdienstverlening. In veel gevallen valt er, naast de adviseur, ook aan het adres van de belegger in meer of mindere mate een verwijt te maken.³³ Tenzij partijen op grond van art. 6:230 lid 1 BW met een wijzigingsvoorstel komen, biedt dwaling dus weinig ruimte voor een proportionele toedeling van schade.

29. M.H. du Marchie Sarvaas, *Inducements*, in: F.M.A. 't Hart (red.), *MiFiD: 'vanuit praktijk en theorie bezien'*, Amsterdam: NIBE-SVV 2007, p. 165-180; Grundmann-van de Krol 2012, p. 606-607.

30. Art. 1:25 lid 2 Wft.

31. Zie meer uitvoerig C.A. Doets & A.J.P. Tillema, *Bestuursrechtelijke handhaving van de Wft*, in: D. Busch (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht, deel 57, tweede druk), Deventer: Kluwer 2010, p. 895-915.

32. HR 5 juni 2009, JOR 2009, 199 m.nt. C.W.M. Lieverse (De Treek/Dexia), r.o. 4.4.1. Dit is een van de drie arresten die door de Hoge Raad op dezelfde datum werden gewezen in het kader van de 'effectenlease'-affaire.

33. W.H. van Boom & S.D. Lindenberg, *Effectenlease: dwaling, zorgplicht en schadevergoeding*, AA 2010, p. 194.

27. Art. 4:20 lid 3 Wft.

28. Art. 69 respectievelijk 71a BGfo Wft.

Bovendien lijkt vernietigbaarheid op grond van dwaling niet goed te verenigen met art. 1:23 Wft. Dat artikel bepaalt dat de rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling die is verricht in strijd met de bij of krachtens de Wft gestelde regels niet uit dien hoofde aantastbaar is, behalve voor zover in de Wft anders is bepaald.

5.2 Onrechtmatige daad

Een andere benadering is de doorwerking van geschonden publiekrechtelijke voorschriften over de boeg van art. 6:162 BW. Het enkele feit dat een bepaling uit de Wft is geschonden, betekent nog niet dat de financiële instelling onrechtmatig handelt. Een belangrijke drempel bij de aanvaarding van aansprakelijkheid wordt gevormd door het relativiteitsvereiste. Schending van een rechtsregel leidt slechts dan tot de verplichting om schade te vergoeden, als de geschonden regel de belangen tracht te beschermen van degene die de schade lijdt.³⁴ In de literatuur is erop gewezen dat hierbij betekenis kan toekomen aan het feit dat de Wft in hoofdstukken is ingericht, waaronder het deel 'Gedragstoezicht financiële ondernemingen'. De regels die in deze bijdrage aan de orde kwamen en die inkleuring geven aan de contractuele relatie met de belegger, behoren tot dit deel van het gedragstoezicht. Het gedragstoezicht financiële ondernemingen is (mede) geschreven met het oog op de bescherming van marktpartijen. Heeft de beleggingsonderneming een gedragsregel geschonden, dan zal de drempel van het relativiteitsvereiste minder hoog zijn dan bij een schending van normen uit andere hoofdstukken van de Wft.³⁵

Verder is hier ook van belang afdeling 3A van Boek 6 BW, waarin de richtlijn oneerlijke handelspraktijken is geïmplementeerd.³⁶ Een handelspraktijk is misleidend indien informatie wordt verstrekt die feitelijk onjuist is of kan misleiden (art. 6:193c lid 1 BW). Oneerlijk is ook het achterhouden van essentiële informatie (art. 6:193d BW). De informatie genoemd in art. 6:193e en 6:193f BW is aangemerkt als essentieel. Als deze informatie ontbreekt, is dus sprake van een misleidende ommissie en is aan het causaliteitsvereiste voldaan.³⁷ In art. 6:193f sub f BW wordt onder meer verwezen naar art. 4:20 Wft. Dit artikel kwam hiervoor in paragraaf 3.1 reeds aan de orde bij de bespreking van verplichte precontractuele informatie. Als de precontractuele informatie niet die infor-

matie bevat die op grond van art. 4:20 Wft is voorgeschreven, is sprake van een oneerlijke handelspraktijk en dus van een onrechtmatig handelen van de beleggingsonderneming.

Naast de doorwerking van publiekrechtelijke normen in het privaatrecht, ga ik hier ook in op zorgplichten die uitsluitend op de open normen van het privaatrecht zijn gebaseerd. Beleggingsadvies wordt in veel gevallen verleend door banken en het is vaste jurisprudentie dat op banken een bijzondere zorgplicht rust.³⁸ Het is echter onderwerp van debat of er bij beleggingsdienstverlening nog ruimte bestaat om op basis van privaatrechtelijke open normen andere zorgplichten te aanvaarden dan die reeds voorzien zijn in de Wft. Zoals reeds genoemd, beoogt de MiFID een maximumharmonisatie te bewerkstelligen. Sommige auteurs betogen dat daarmee de rol voor het ongeschreven recht wel eens uitgespeeld kan zijn.³⁹ In deze zienswijze is door maximumharmonisatie het privaatrecht ondergeschikt geworden aan het financieel publiekrecht. Andere schrijvers kennen daarentegen het privaatrecht een meer autonome rol toe. Het privaatrecht is in deze benadering nevenschikt aan het publiekrecht.⁴⁰ Van Baalen werpt de vraag op hoe relevant deze discussie is voor beleggingsondernemingen. Art. 4:90 Wft legt namelijk een dermate ruime zorgplicht op, dat daarmee een wettelijke grondslag voor meer concrete zorgplichten gegeven lijkt. Niettemin moet, volgens Van Baalen, de markt erop kunnen vertrouwen dat de regels zoals deze thans gelden, ook daadwerkelijk een sluitend geheel vormen.

'De praktijk dient zich derhalve rekenschap te geven van het feit dat de route voor het vaststellen van de (schending van) zorgplichten een fundamenteel andere is – namelijk via het publiekrecht – en zorgplichten die geen publiekrechtelijke grondslag kennen, niet langer op civielrechtelijke open normen gebaseerd kunnen worden.'⁴¹

34. Art. 6:163 BW. Over dit relativiteitsvereiste en normen uit de Wft, zie S.B. van Baalen, Aansprakelijkheid als gevolg van een schending van Wft-regels, in: Busch 2010, p. 1014; Busch 2012, p. 73-74.

35. Dit is niet geheel onomstreden: S.B. van Baalen 2010, p. 1018 e.v., met verwijzingen. De Serië is weinig terughoudend: 'Van de meeste gedragsregels, en in het bijzonder de regels die invulling geven aan de precontractuele zorgplicht van de aanbieder, is het oogmerk van beleggersbescherming evident', V.P.G. de Serië, Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de regels van het effectenrecht, in: Bartels 2011, p. 232-234.

36. Richtlijn 2005/29/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2005 betreffende oneerlijke handelspraktijken, PbEU 2005, L 149, p. 22-39.

37. C.W.M. Lieverse & J.G.J. Rinkes, Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector (Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010), Deventer: Kluwer 2010, p. 65.

38. Het is vaste jurisprudentie dat de maatschappelijke functie van banken een bijzondere zorgplicht meebrengt, zowel jegens haar cliënten uit hoofde van de met hen bestaande contractuele verhouding als ten opzichte van derden met wier belangen zij rekening behoort te houden op grond van hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt. De reikwijdte van die zorgplicht hangt af van de omstandigheden van het geval: HR 9 januari 1998, NJ 1998, 285; JOR 1998, 116 m.nt. S.C.J.J. Kortmann (MeesPierson/Ten Bos); bevestigd in o.m. HR 23 december 2005, NJ 2006, 289; JOR 2006, 20 (Safe Haven) en HR 27 november 2009, JOR 2010, 43 m.nt. Frielink (World Online).

39. C.W.M. Lieverse in haar noot bij HR 5 juni 2009, JOR 2009, 199 (De Treck/Dexia); O.O. Cherednychenko, De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen publiek- en privaatrecht, NTBR 2010/3, p. 73-74. Busch 2012, p. 70-72.

40. R.J. Schotsman (red.), Praktijkids Wft, Amsterdam: NIBE-SVV 2011, p. 266 stelt dat de civielrechtelijke norm verder kan gaan dan de Wft-norm. In haar conclusie bij HR 5 juni 2009, JOR 2009, 199 m.nt. C.W.M. Lieverse (De Treck/Dexia) stelt A-G De Vries Lentsch-Kostenze onder 3.21 dat bij de privaatrechtelijke zorgplicht wel betekenis kan worden toegekend aan publiekrechtelijke regelgeving, maar dat niet kan worden volgehouden dat de privaatrechtelijke zorgplicht niet verder kan strekken dan de in die publiekrechtelijke regelgeving neergelegde gedragsregels inhouden. Deze conclusie had echter betrekking op feiten die zich hebben voorgedaan voor de MiFID.

41. Van Baalen 2011, p. 27-28.

5.3 Exoneratiebedingen

De algemene voorwaarden van de beleggingsonderneming zullen in veel gevallen een beperking van aansprakelijkheid bevatten. Volgens de hoofdregels van het burgerlijk recht is een dergelijke exoneratie mogelijk, tenzij er sprake is van opzet of grove schuld. Dat betekent echter niet dat aansprakelijkheid wegens handelen in strijd met de MiFID-regels buiten gevallen van opzet en grove schuld altijd rechtsgeldig kan worden beperkt. Een dergelijke beperking zal niet mogen leiden tot een uitholling van de publiekrechtelijke plichten die rusten op de beleggingsonderneming. Dat kan onder omstandigheden in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid of, jegens particuliere beleggers, onredelijk bezwarend zijn in de zin van art. 6:237 onder f BW en daarmee vernietigbaar.⁴² Onder de noemer exoneratie wordt de belegger soms ook gewezen op het feit dat de beleggingsonderneming niet aansprakelijk is voor koersverliezen en dat de belegger gehouden kan zijn schadebeperkende maatregelen te nemen. Ook wordt soms aansprakelijkheid voor (technische) storingen uitgesloten.⁴³

6 Tot besluit

Uit de voorgaande verkenning blijkt dat de overeenkomst tot het verlenen van beleggingsadvies met recht een 'gereguleerde contractuele verhouding' kan worden genoemd. Diverse bepalingen uit het financieel publiekrecht beïnvloeden de contractuele verhouding tussen belegger en adviseur. Aan de orde kwamen precontractuele informatie en onderzoeksplichten, diverse veelvoorkomende of verplichte contractuele bepalingen en de wijze waarop publiekrechtelijke normen uit de Wft doorwerken bij het bepalen van civiele aansprakelijkheid. Voor juristen met een privaatrechtelijke achtergrond is het misschien een confronterende gedachte dat op een aantal onderdelen de rol van het privaatrecht sterk is teruggedrongen of misschien zelfs wel helemaal is uitgespeeld. De realiteit is dat iedere jurist die in zijn of haar praktijk met het financieel contractenrecht te maken krijgt, daarop bedacht moet zijn. Alle reden om deze bijdrage over het beleggingsadvies te besluiten met een advies: kijk hier vooral verder dan alleen het Burgerlijk Wetboek en de bekende privaatrechtelijke leerstukken.

42. Busch 2012, p. 77-78.

43. Van Luyn & Du Perron 2004, p. 287-288.